公司报告

公司深度报告

证券研究报告

平安证券

交运

2020 年 08 月 05 日

春秋航空 (601021)

深度跟踪报告：解码接班人的“新”战略

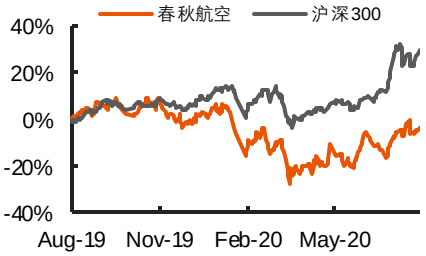
推荐（维持）

现价：40.12 元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.ch.com
大股东/持股	上海春秋国际旅行社(集团)有限公司/54.98%
实际控制人	王正华
总股本(百万股)	916
流通 A 股(百万股)	916
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	367.68
流通 A 股市值(亿元)	367.68
每股净资产(元)	15.97
资产负债率(%)	51.3

行情走势图



相关研究报告

《春秋航空*601021*国际航线维持高增速，低成本航空具备长期成长空间》 2020-04-30

《春秋航空*601021*市场需求依然旺盛，新机型带动业绩再攀新高》 2019-10-31

证券分析师

严家源 投资咨询资格编号 S1060518110001 YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

研究助理

张功 一般从业资格编号 S1060119010028 ZHANGGONG687@PINGAN.COM.CN

平安观点：

- **新管理层接班后业绩增长稳健：**2016 年公司业绩出现下滑，2017 年 3 月新管理层上任，上任后公司业绩迅速回升，2017-2019 年公司营业收入和归母净利润的平均增速达到 20%左右，业绩稳步增长。
- **三方面战略调整提高公司竞争力：**新管理层对公司三个方面进行了调整，公司竞争力明显提升。机票价格方面，由“绝对低价”转向“相对低价”带来单位收益提升；销售渠道方面，选择与 OTA 合作扩宽了公司获客渠道；机型方面，引入 A321neo 机型，帮助公司破局繁忙机场运力难增长困境。
- **成本控制依然出色，国际国内航线网络双拓展：**2019 年公司座公里营业成本、销售费用、管理费用分别为 0.300 元、0.006 元和 0.004 元，大幅领先业内同行。航线方面，国际航线运力增幅集中布局在国内出境游热点国家日本、韩国和泰国，国内新设兰州和西安基地，开拓西北区域市场。
- **疫情应对措施得当，业务回升行业领先：**疫情爆发以来，公司积极拓展国内航线市场，5-6 月国内航线 ASK 同比实现正增长，在可比上市公司中，在国内航线 RPK 和客运量上春秋航空是唯一一家实现单月同比正增长的公司，且客座率水平依然领先。
- **投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 2.26 亿元、19.30 亿元、22.23 亿元，预计 EPS 分别为 0.25 元、2.11 元、2.43 元，对应 PE 分别为 162.6、19.0 和 16.5。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）政策风险，政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险；2）油价、汇率等风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响；3）安全风险，一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。4）疫情风险，若疫情影响范围和时间过长，将对公司业绩产生较大影响。5）宏观经济风险。宏观经济环境影响航空需求，影响公司盈利水平。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114	14,804	10,104	17,394	20,076
YoY(%)	19.5	12.9	-31.7	72.2	15.4
净利润(百万元)	1,503	1,841	226	1,930	2,223
YoY(%)	19.1	22.5	-87.7	753.4	15.2
毛利率(%)	9.7	11.4	-2.0	12.9	13.2
净利率(%)	11.5	12.4	2.2	11.1	11.1
ROE(%)	11.3	12.2	1.5	11.5	11.8
EPS(摊薄/元)	1.64	2.01	0.25	2.11	2.43
P/E(倍)	24.5	20.0	162.6	19.0	16.5
P/B(倍)	2.8	2.4	2.4	2.2	1.9

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

正文目录

一、 三个“变化”带来三个“提升”.....4
1.1 从“临危受命”到成绩斐然——新老管理层完成交接.....4
1.2 “绝对低价”转向“相对低价”——单位收益提升.....5
1.3 拥抱“OTA”——扩大流量入口.....7
1.4 引入“新”机型——破局繁忙机场运力难增长.....10
二、 深耕优质国际航线，成本控制依旧出色.....13
2.1 业绩增长稳健，补贴依赖逐步降低.....13
2.2 持续扩大国际航线投入，国内新设兰州、西安基地.....14
2.3 成本控制行业领先，单位销售和管理费用持续降低.....16
三、 疫情下运力调整迅速，业务量回升速度领跑行业.....17
3.1 前 6 个月航空公司经营数据情况.....17
3.2 稳健的经营策略——“广积粮、高筑墙”.....19
四、 投资建议.....20
五、 风险提示.....21

图表目录

图表 1 公司营业收入情况（亿元）.....4
图表 2 公司归母净利润情况（亿元）.....4
图表 3 春秋航空官网活动.....5
图表 4 不同航线类型的销售策略.....6
图表 5 机票销售策略.....6
图表 6 票价与客座率曲线.....7
图表 7 座公里营收（左轴，元）与客座率（右轴，%）.....7
图表 8 机票销售渠道.....8
图表 9 公司在线直销渠道.....8
图表 10 春秋航空线上直销比例（不含包机包坐业务）.....9
图表 11 公司官网与携程平台机票价格一致.....10
图表 12 即将交付的春秋航空首架 A321neo 飞机.....11
图表 13 机场旅客吞吐量同比增长情况.....12
图表 14 机场飞机起降架次同比增长情况.....12
图表 15 虹桥机场平面图.....12
图表 16 营业收入构成（按行业分类）.....13
图表 17 营业收入构成（按地区分类）.....13
图表 18 公司政府补贴占比情况（亿元）.....14
图表 19 公司可用座公里（ASK）同比.....14
图表 20 公司收入客公里（RPK）同比.....14
图表 21 公司客运量同比.....15
图表 22 公司客运分布（万人次）.....15
图表 23 公司航线网络图.....15
图表 24 2019 年营业成本构成（单位：亿元）.....16
图表 25 公司座公里非油成本（元/座公里）.....16
图表 26 座公里营业成本对比（元/座公里）.....16
图表 27 座公里销售费用对比（元/座公里）.....17
图表 28 座公里管理费用对比（元/座公里）.....17
图表 29 公司 6 月份 ASK 恢复至 2018 年 1 月水平（亿座公里）.....18
图表 30 疫情期间国内航线 ASK 同比.....18
图表 31 疫情期间国内航线 RPK 同比.....18
图表 32 疫情期间国内航线客运量同比.....18
图表 33 疫情期间国内航线客座率.....18
图表 34 可比上市公司期末货币资金情况（亿元）.....19
图表 35 可比上市公司期末货币资金占总资产的比重.....19
图表 36 可比上市公司期末资产负债率情况.....20
图表 37 盈利预测表.....20

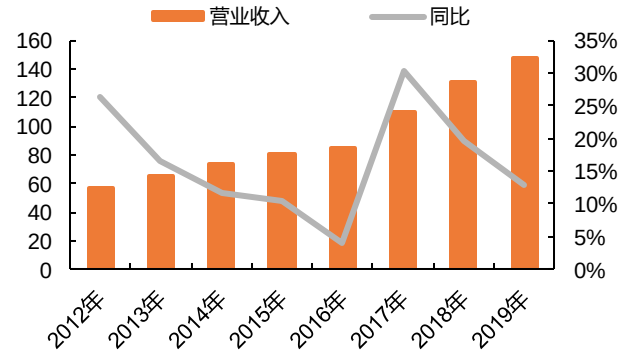
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 三个“变化”带来三个“提升”

1.1 从“临危受命”到成绩斐然——新老管理层完成交接

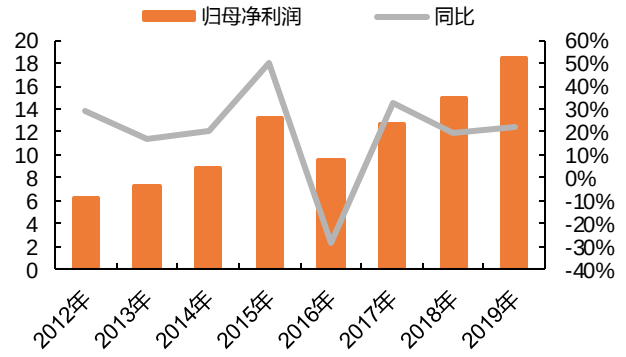
公司新管理层于 2017 年 3 月正式上任，此前的 2016 年，由于飞机引进批文限制、核心基地上海两场受民航局处罚以及国际航线发展受阻等影响，公司业绩大幅下滑，营业收入同比仅增长 4.2%，归母净利润同比减少 28.4%，市场普遍对低成本航空模式在中国的发展前景提出了质疑，新管理层可谓是“临危受命”。

图表1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表2 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

2017-2019 年，在新管理层逐步完成对公司全面掌控的过渡期内，公司业绩迅速回升，营业收入和归母净利润的平均增速达到 20%左右。2019 年实现营业收入 148 亿元，同比增加 12.9%，归母净利润 18.4 亿元，同比增加 22.5%，与新管理层上任前相比，公司的经营状况改善明显。

新管理层的核心人物是公司现任董事长王煜和总裁王志杰，此前两位均长期任职于公司管理层，对航空公司的经营发展非常熟悉，对低成本航空发展模式有较强的认同感，确保了公司发展战略的长期一致性。

董事长依然“抠门”。现任董事长王煜系公司创始人王正华的长子，2008 年加入公司并长期任职公司副总裁，2016 年 4 月至 2017 年 3 月任公司总裁，2017 年 3 月起任公司董事长。虽然并非航空专业出身，但长期跟随创始团队管理公司，其对航空公司运营管理相当熟悉，从公开报道情况来看，王煜对低成本航空模式的认同程度较高，在任职公司董事长的三年内公司依然坚持低成本航空的发展模式，其本人也继承了创始人王正华“抠门”的特质，仍然与总裁王志杰合用不到 20 平米的办公室，坚持日常办公“够用就好”。

在顺利接班以后，王煜的社会身份也发生了较大变化，目前王煜担任全国政协委员和上海市工商联副主席，相比于接班前的低调，担任政协委员后的王煜频频为行业发展发声，个人社会影响力提升比较明显。**在当前行业发展形势下，具备一定社会影响力的管理者在帮助企业获取发展资源方面具备一定优势。**

高管团队多具备航空专业背景。现任总裁王志杰，2005 年加入公司担任公司副总裁、总工程师等职务，属于公司创始团队成员之一，航空专业技术人员出身，曾先后担任原上海航空股份有限公司机务部工程师、机务部工程技术经理、总工程师，技术人员出身逐步进入管理层，其对航空公司的运营和管理有非常深入了解。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

包含总裁、副总裁、财务总监、总工程师和总飞行师的 9 人高管团队中，有 8 人具备航空专业的学历背景，并长期从事与航空相关的工作。

新管理层接班前后，公司部分战略有所调整，从近期公司发展情况来看，我们认为公司在机票价格、销售渠道和机型引进三个层面较过去有明显变化。

1.2 “绝对低价”转向“相对低价”——单位收益提升

“绝对低价”。春秋航空在成立伊始就将目标旅客定位于自掏腰包的个人出行人群，这部分人对机票价格比较敏感，机票价格是其选购机票的优先参考指标，因此低票价成为公司最主要的机票促销手段，公司还频繁推出“99 系列”特价机票和“超级会员日机票 1 元起”等优惠活动来扩展市场影响力，一度被称为国内民航业的搅局者。通过低票价带来高客座率是公司创始人王正华最看重的营销策略，能否维持 95%的超高客座率是其对中层干部的重要考核标准，2008 年金融危机期间，为了维持超高客座率，春秋航空特价机票占比曾经达到 30%~40%。

图表3　春秋航空官网活动

资料来源:春秋航空官网、平安证券研究所

公司成立初期确实通过连续多年的低票价策略获得了客运量的高速成长，但是随着公司规模扩大，主要客源市场由上海逐步拓展至全国，低票价超高客座率的模式出现了发展瓶颈，2015~2016 年公司出现了座公里营收和客座率双双下降的情况。

“相对低价”。2017 年，新管理层上任后，对公司机票营销策略有所调整，从“低票价、超高客座率”转向“综合收益最大化”，即追求票价与客座率之间的平衡使得机票销售的收益最大化。

图表4 不同航线类型的销售策略

类型	特点	销售策略
有定价权航线	1. 仅有本公司运营该航线 2. 本公司在该航线上的市场份额远大于其他竞争对手	根据市场需求情况，逐步提高机票销售价格，达到收益最大化；适当时候可通过低价促销手段刺激新需求产生；提供不同类型产品服务，诱导乘客购买增值服务产品。
无定价权航线	1. 多家公司运营该航线且市场份额相近 2. 某一公司市场份额超过 50%，且大幅领先本公司	根据竞争对手时段相近航班的票价情况制定机票价格和销售进度，避免出现票价大幅低于竞争对手的情况；提供不同类型产品服务，诱导乘客购买增值服务产品。

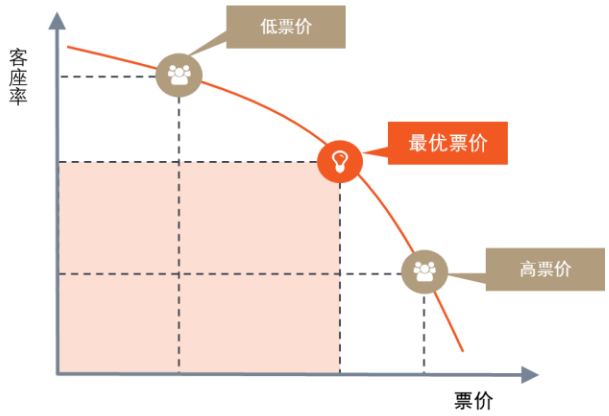
资料来源：平安证券研究所

图表5 机票销售策略

资料来源:携程、平安证券研究所

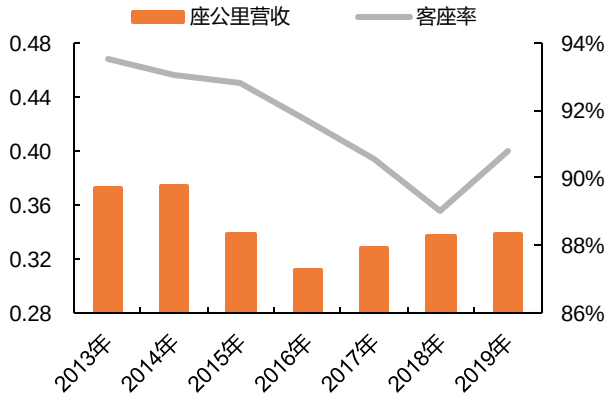
“量价齐升”。在机票销售策略调整后，公司部分航班的票价有了明显提高，客座率水平出现了一定程度下降，2017 年和 2018 年公司全年平均客座率水平分别为 90.6%和 89.0%，明显低于此前的 92%~95%，但是公司座公里营收明显提高，分别达到 0.328 元和 0.337 元，明显好于 2016 年水平。经过 2 年的调整，市场已经接受了公司票价从“绝对低价”向“相对低价”的转变，叠加民航局“控总量”导致的供给受限，2019 年公司在座公里营收持续提升的同时，客座率水平出现回升，全年平均客座率回升至 90.8%。

图表6 票价与客座率曲线



资料来源:平安证券研究所

图表7 座公里营收（左轴，元）与客座率（右轴，%）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.3 拥抱“OTA”——扩大流量入口

我国航空公司机票销售总体上分为航空公司直销和代理销售两种，直销主要是指航空公司自己直接向乘客销售机票，直销渠道主要包括派驻机场的营业部、电话呼叫中心、公司官网等；代理销售主要是航空公司通过代理协议委托有资质的第三方机构进行机票销售，代理销售渠道主要有旅行社、票务公司、差旅管理公司等。对航空公司而言，直销与代理两种方式各有优劣，直销方式销售费用低但客户覆盖面窄，代理销售方式销售费用高但客户覆盖面广。

由于技术手段的不同，机票销售大体上可以划分为三个不同阶段，即**纸质机票时代、电子机票时代和移动互联网时代**，不同时期内直销和代理在获客渠道上也出现较大变化。

纸质机票时代，受资金实力限制航空公司不可能在一个城市经营较多门店，电话销售在机票领取和支付方面并不方便，因此航空公司直销能力非常有限，代理销售是这一时期航空公司机票销售的主要手段。

电子机票时代，航空公司均开设了官方销售网站，直销能力得以提升，但是传统代理渠道仍然占据主流，大客户依然依赖差旅管理公司。特别是随着 OTA 网站逐步兴起，机票代理可以将自己的销售渠道从线下延伸至线上，普通消费者也更愿意从能够比价的网站上购买便宜机票，因此随着自费旅客增加，机票代理反而更加活跃。

移动互联网时代，智能手机的普及让航空公司线上获客能力快速增长，前期由于代理销售占比大幅高于直销，以及 OTA 网站推波助澜，航空公司票价难以提升、销售费用居高不下，逐步沦为机票代理和 OTA 网站的“打工仔”，让航空公司与机票代理和 OTA 网站走向了对立面，最终爆发了具有转折意义的“四大航空集体封杀去哪儿”事件，此后航空公司加速了“提直去代”的步伐，重塑了与 OTA 网站的关系，以航空公司官网、官方 APP 和 OTA 网站旗舰店为主的直销渠道逐步占据上风，但差旅管理公司在大客户渠道方面仍然占据较大份额。

图表8 机票销售渠道

资料来源:平安证券研究所

跳过纸质机票阶段，直接从电子机票阶段起步。春秋航空于 2005 年 7 月 18 日首航，彼时的中国民航已经进入电子机票时代，网上购票被越来越多的人所接受，通过自建系统的方式，春秋开始了“旅行社门店+公司官网”线上线下结合的机票直销模式。进入移动互联网时代，公司进一步增加了线上直销渠道，陆续上线了公司 APP、微信小程序和支付宝小程序等，形成了线上销售为主、线下销售为辅的销售渠道格局。

图表9 公司在线直销渠道

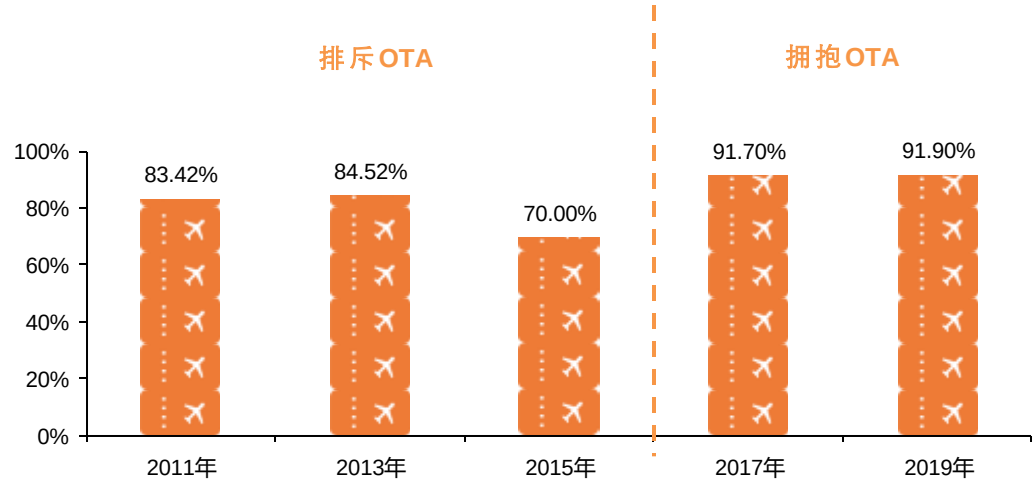
资料来源:公司官网、微信、支付宝、平安证券研究所

“拥抱”OTA，线上直销占比超 9 成。2010 年前后，以携程、艺龙、去哪儿等 OTA 网站已经逐步成为个人购买机票的重要渠道， OTA 端与航空公司自建线上渠道相比，在线上流量导入方面有着巨大优势。但彼时公司坚持机票直销，并未像传统航空公司一样拥有机票销售代理商，在 OTA 端机票

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

销量大幅增长的初期，旅客不能在 OTA 网站购买春秋航空的机票。此外，由于担心 OTA 的流量绑架会影响公司自建渠道的发展以及高额机票提成会侵蚀公司利润，公司一直对与 OTA 网站合作比较排斥。随着 OTA 市场份额的进一步扩张，绝大部分个人用户已经将 OTA 网站作为购买机票的首选渠道，对春秋航空而言，其主要目标客户群体（价格敏感性较高的个人用户）对 OTA 平台依赖程度也大幅提高，因此极低的 OTA 曝光度制约了公司线上销售的增长，公司线上直销比例于 2015 年和 2016 年下降至 70%左右。

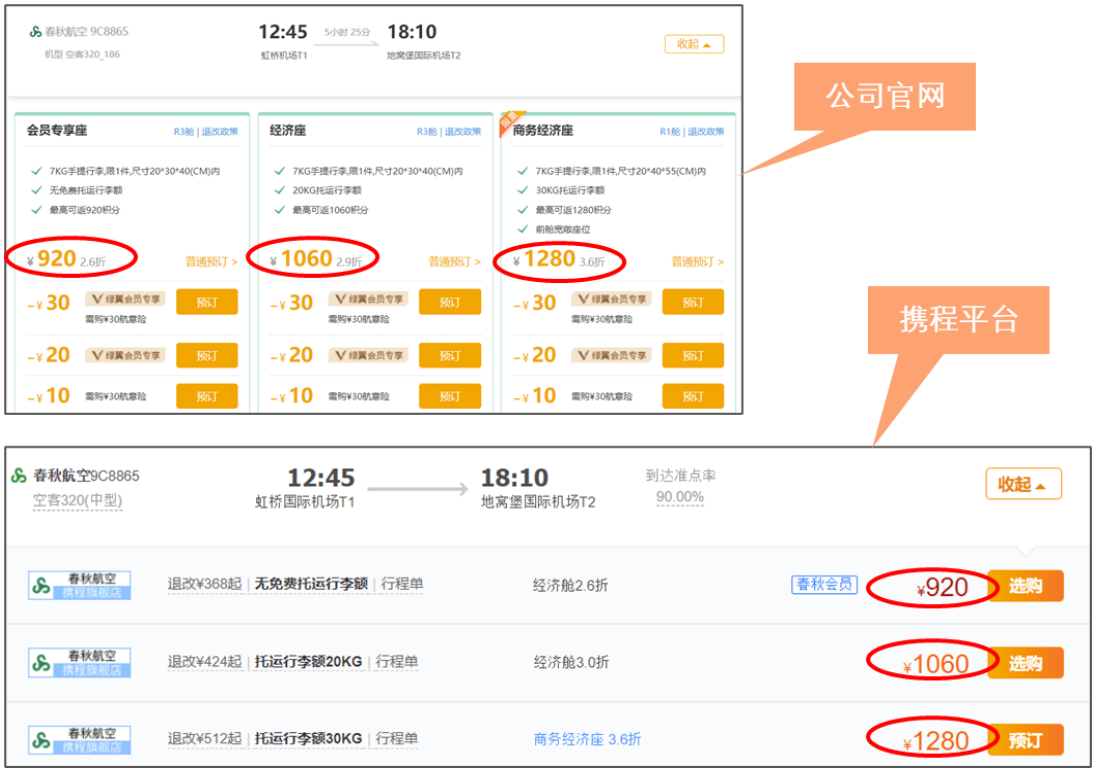
图表10　春秋航空线上直销比例（不含包机包坐业务）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

新管理层上任后明显更重视 OTA 平台上的直销渠道建设，对 OTA 的态度也由防备转向合作，增加了携程旗舰店、去哪儿旗舰店等 OTA 网站旗舰店的资源投放，过去 OTA 网站机票数量较少、价格比官网贵的情况发生较大变化，目前绝大部分机票在公司官网和 OTA 平台上的售价和服务政策完全一致，只是在官网购买能够享受额外的会员减免政策。OTA 平台自营店（公司开设的网站旗舰店）对公司线上直销有较大帮助，2017-2019 年公司连续 3 年线上直销比例均超过 90%。因此我们认为，**选择与 OTA 合作，利用 OTA 平台的流量优势能够帮助公司持续获得较高曝光度，进而提升低票价销售策略的竞争力，长期来看，公司仍然要重视自身线上平台建设，利用 OTA 平台揽客，利用自有平台争取复购，防止 OTA 平台的流量绑架。**

图表11 公司官网与携程平台机票价格一致



资料来源:公司官网、携程、平安证券研究所

1.4 引入“新”机型——破局繁忙机场运力难增长

公司 2015 年与空客公司签署了 60 架 A320neo 系列飞机订单，其中包含 15 架 A321neo 飞机。2020 年上半年，公司共引进 3 架 A320neo 飞机，从已交付飞机情况分析，**公司仍然延续单一机型和单一舱位的“两单”传统，该批次订单已经交付的 16 架 A320neo 全部为 186 座的全经济舱布局以及统一配备 CFM 公司的 LEAP-1A 航空发动机**。

根据公开信息，公司首架 A321neo 已经于上半年完成装配，预计将于 2020 年下半年正式交付并开始商业运营。根据《每日经济新闻》报道，春秋航空的 A321neo 仍将延续全经济舱布局，该布局下飞机座位数将达到 240 个，与两舱布局的 B787-8 的座位数相当（242 座：商务舱 24 座+经济舱 218 座）。我们预计公司的 15 架 A321neo 飞机也将配备 LEAP-1A 航空发动机，与 A320neo 飞机相同，用以降低发动机维修保养等相关费用。

图表12 即将交付的春秋航空首架 A321neo 飞机

资料来源:JETPHOTOS、平安证券研究所

引进 A321neo 飞机是对公司“单一机型”战略的一次调整，**从成本端考虑，A321neo 与 A320neo 仍然属于同一机型的范围内，**两种飞机均为新一代 A320 系列飞机，除机身尺寸外，两者并没有太大差别，飞行员可以共用，因此不需要额外组建单独的飞行员队伍，由于春秋航空的两种飞机采用统一的发动机，在日常维护和维修方面也不需要区别对待。

在日常运营中，在部分场景下，由于 A321neo 和 A320neo 的座位数有明显不同，则需要按两种不同机型来对待：

1) 航线网络布局：在引入 A321neo 以后，需要为 A321neo 飞机单独设计每日航班串，以确保该飞机的大载运量优势的到充分发挥，因此公司在实际运营过程中会出现 A321neo 网络和 A320neo 网络同时独立并行的情况，与单一 A320neo 网络有明显差别。

2) 人员配备和过站保障：由于飞机载运量不同，A320neo 和 A321neo 在机组人员配备、过站准备时间以及相关地面保障等方面有所不同。

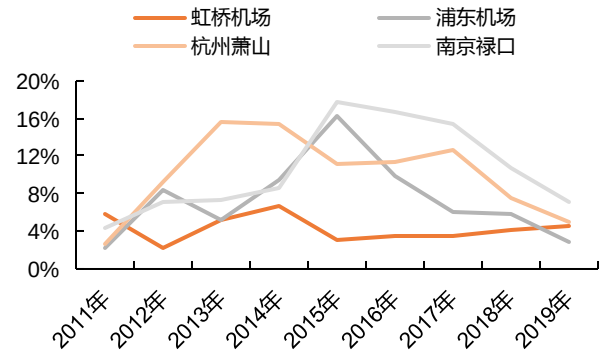
3) 销售策略：A321neo 较 A320neo 多 54 个座位，公司销售部门需要制定有针对性的销售策略，以确保在相同的销售周期内，采用 A321neo 飞机的航班也能够达到 90%的客座率水平。

A321neo 飞机市场投放预测：聚焦上海“两场”，虹桥机场优先。春秋航空的核心基地为上海两场，2019 年以上海两场为出发或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 46.7%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.5%。预估公司在上海两场的驻场飞机在 50 架次左右，其中虹桥机场 18 架次左右，除上海两场以外，春秋航空在吞吐量 2000 万人次以上机场的驻场飞机均没有超过 10 架，**因此我们认为 A321neo 飞机引进后将优先投放上海“两场”**。

与浦东机场相比，虹桥机场地理位置更靠近市中心，并且高铁站、长途巴士与机场 T2 航站楼直接相连，市内和城际交通便利，一直是上海市和周边城市旅客国内航空出行的首选机场，航空公司在虹桥机场始发航线的收益水平明显好于浦东机场。此外，由于虹桥机场周边人口和建筑相对密集，机场处于被城市包围的状态,在 2010 年机场第二跑道和 T2 航站楼投用以后,机场已经没有扩建空间,

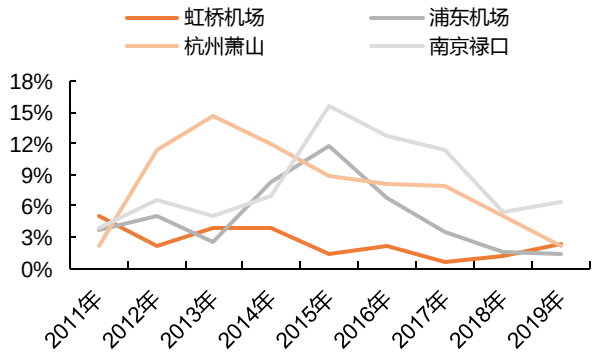
2011-2019 年，虹桥机场飞机起降架次同比增速明显低于浦东机场以及周边的南京禄口机场和杭州萧山机场，**目前虹桥机场时刻已经饱和，航班供小于求的局面将长期持续**，考虑到 A321neo 大载客量的特点，**我们预计春秋航空将把 A321neo 飞机优先投放于虹桥机场，**将原驻场 A320 飞机转移至国内其他基地，以帮助公司增加在虹桥机场的运力供给。**投放虹桥机场至少有以下两点突出优势：1）需求旺盛，有足够客源满足填补运力增量；2）收益水平高，高载客量能够实现收益最大。**

图表13　机场旅客吞吐量同比增长情况



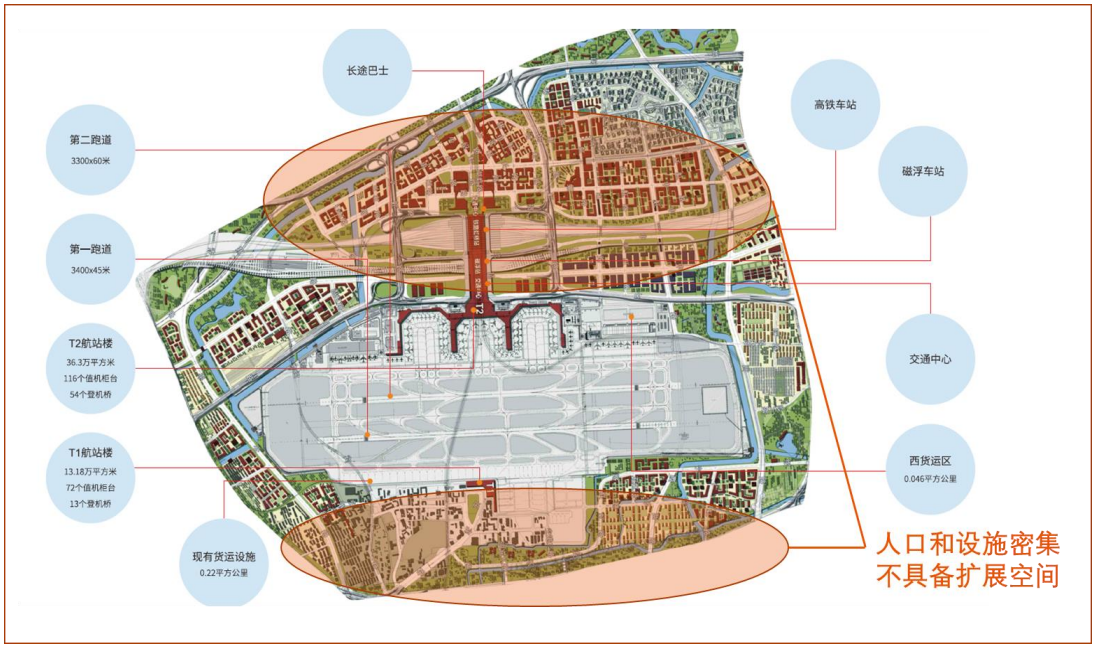
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表14　机场飞机起降架次同比增长情况



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表15　虹桥机场平面图



资料来源:公司公告、平安证券研究所

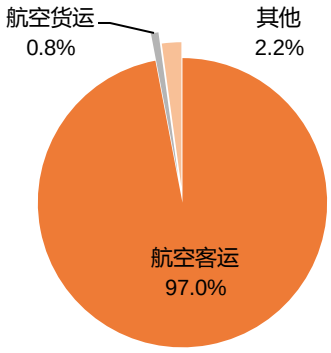
二、 深耕优质国际航线，成本控制依旧出色

2.1 业绩增长稳健，补贴依赖逐步降低

收入增速相对稳健，航空客运占比最高。2019 年实现营业收入 148 亿元，同比增加 12.9%，归母净利润 18.4 亿元，同比增加 22.5%。公司的主营业务为航空客运业务，飞机采购、航线布局、航班产品开发等方面均围绕该业务展开，**2019 年该业务对公司营收贡献超过 97%**。其他业务主要包括：空中服务销售、快速登机服务、保险以及地面客运等。

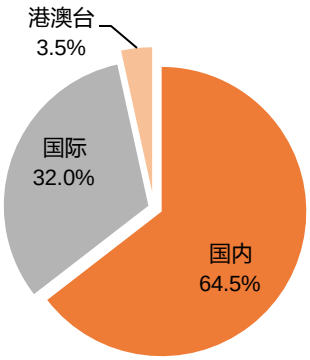
按照行业统一规定，我国航线根据所飞机场的不同主要分为国内航线、国际航线和港澳台航线（其中港澳台地区由于民航管理特殊性一般独立列出，在航线分类中不属于国内航线，本文所述国内航线按行业惯例不包含港澳台航线）。春秋航空 64.5%的营收来自国内航线业务，国际航线占比为 32.0%，港澳台航线仅占 3.5%，国内航线和国际航线的市场情况对公司的经营影响最大。

图表16 营业收入构成（按行业分类）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表17 营业收入构成（按地区分类）



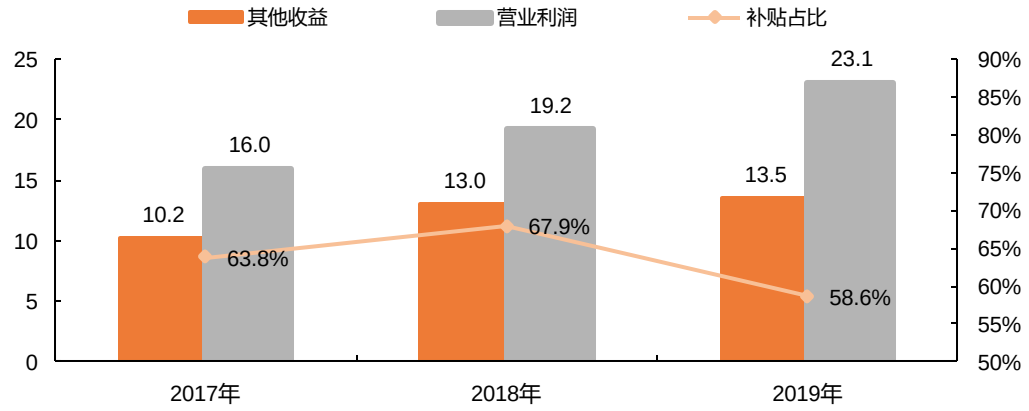
资料来源:公司公告、平安证券研究所

2019 年，国内航线表现较为平稳，全年座公里收益较去年同期微涨 0.6%，实现营收 93.5 亿元，同比增长 10.4%，毛利率 10.6%，同比增加 1.6 个百分点；国际座公里收益较去年同期上涨 1.5%，实现营收 46.4 亿元，同比增长 18.65%，毛利率 10.4%，同比增加 2.9 个百分点，其中泰国航线收益水平逐渐回暖，日韩航线则由于新增运力集中投放且过往票价基数较高收益水平有所下降；港澳台地区航线由于下半年政治局势问题等因素，需求出现明显下滑，全年座公里收益较去年同期下降 6.8%，实现营收 5.0 亿元，同比增长 6.7%，毛利率 3.2%，同比减少 4.8 个百分点。

政府补贴对利润的贡献仍然较大，但占比收窄。2019 年，公司其他收益（主要包含与经营相关的航线补贴和财政补贴）13.5 亿元，同比增加 0.5 亿元，在营业利润中的占比为 58.6%，政府补贴对公司利润的贡献仍然较大，但对比 2017 年和 2018 年，补贴占比明显收窄。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表18 公司政府补贴占比情况（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

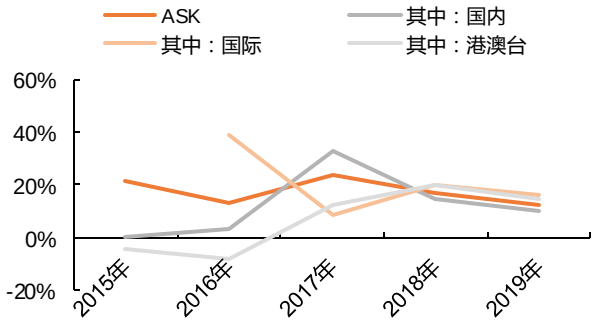
注：其他收益主要包括与公司经营活动相关的航线补贴和财政补贴。

2.2 持续扩大国际航线投入，国内新设兰州、西安基地

2019 年公司引进 12 架 A320neo 飞机，均为 186 座，至 2019 年末，公司拥有空客 A320 机型共 93 架，其中自购飞机 43 架，融资性租赁飞机 1 架，经营性租赁飞机 49 架，平均机龄 5.1 年。

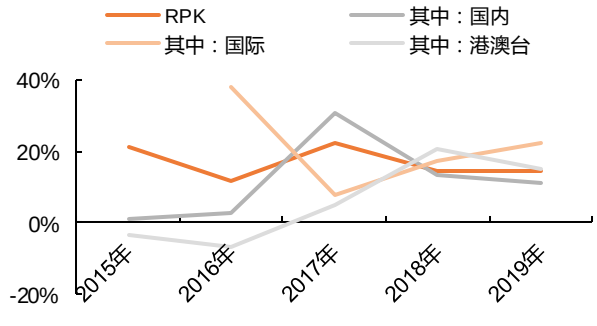
加大国际航线投入。2019 年公司继续加大国际航线投入，国际航线运力和客运量增速均领先国内和港澳台航线。根据中国产业信息网数据，2019 年中国出境游热门国家中排名前五的依次是日本、韩国、美国、泰国和澳大利亚，春秋航空国际航线主要集中在泰国、日本和韩国，2019 年三个国家国际航线合计 ASK 同比增长 18%，占国际航线比例超过 80%，其中日本航线同比增长超过 60%，**公司国际运力投放贴近市场需求，做到“有的放矢”。**

图表19 公司可用座公里（ASK）同比



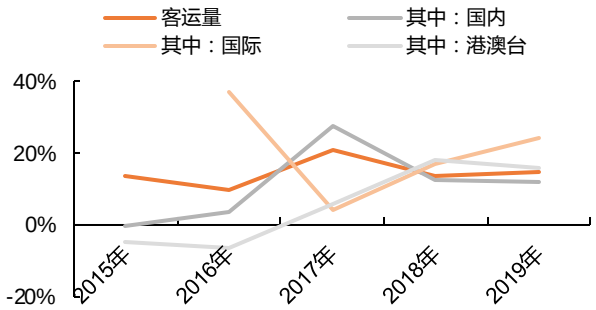
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表20 公司收入客公里（RPK）同比



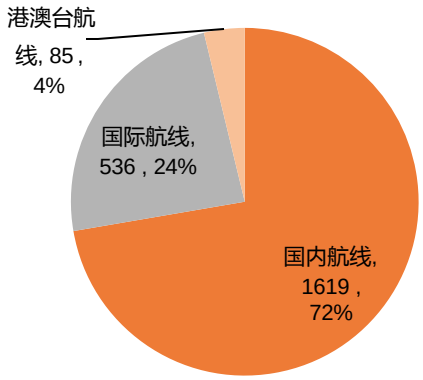
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表21 公司客运量同比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

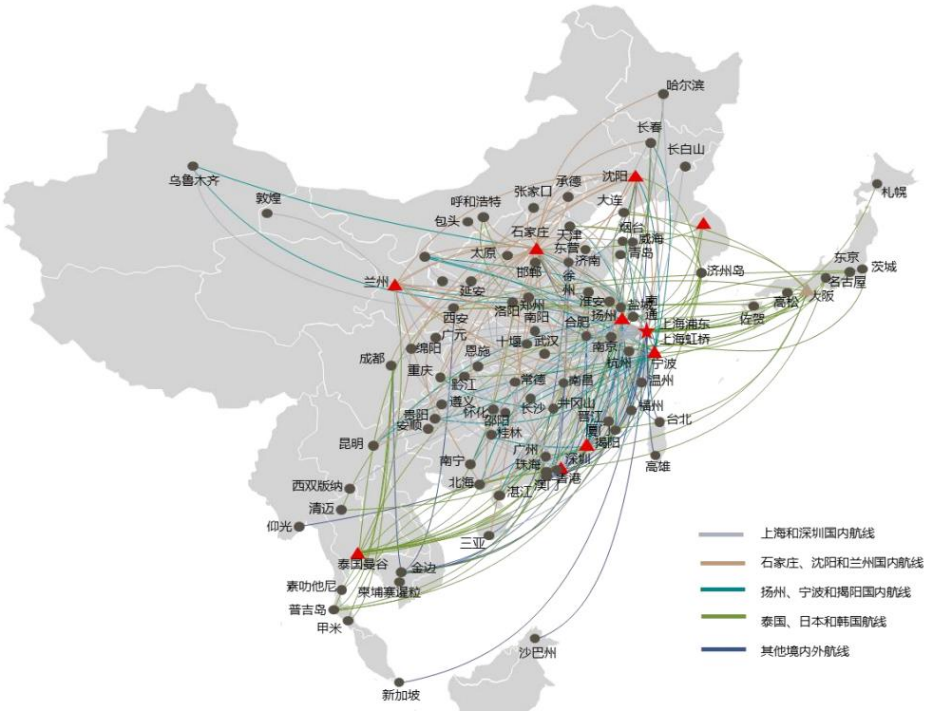
图表22 公司客运分布（万人次）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

西北地区市场实现突破。2016年、2017年和2018年公司相继新增了扬州扬泰机场、宁波栎社机场和揭阳潮汕机场三个国内基地，完成了以上海基地为核心，中东部地区航线为主的航线网络布局，其中包括上海、扬州、宁波为主的华东枢纽，深圳、揭阳为主的华南枢纽，石家庄为主的华北枢纽和沈阳为主的东北枢纽，并分别成立了河北分公司和深圳分公司。2019年，公司在航线网络拓展重点从东部向西部转移，不同于中东部地区运力下沉至三四线城市的发展模式，**西部地区布局重点放在省会城市上，**公司首先在西北地区实现突破，分别在兰州和西安两个省会级城市投放驻场飞机，设立基地。2019年围绕兰州基地新增大量国内航线、围绕西安基地开通或加密直飞大阪、曼谷、金边、茨城和佐贺的国际航线，**西北基地的设立将提升春秋航线网络的广度，拓展公司服务范围，巩固其国内低成本航空龙头地位。**

图表23 公司航线网络图



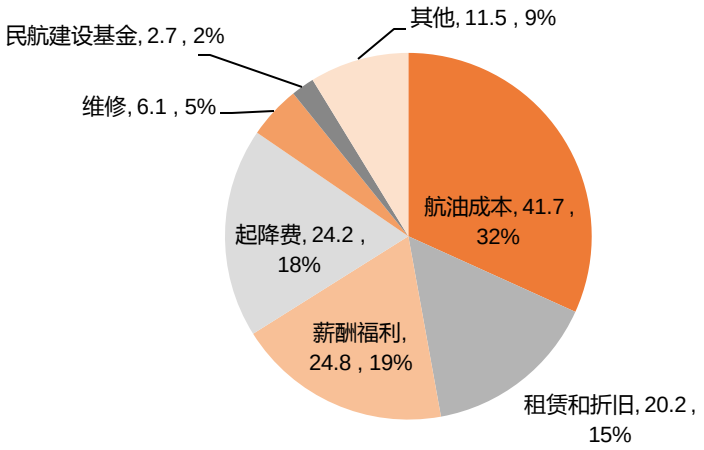
资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.3 成本控制行业领先，单位销售和管理费用持续降低

2019 年公司营业总成本 131.1 亿元，根据不同项目按照成本占比从大到小排序，前四项依次是，航空燃油成本达到 41.7 亿元，占比 32%；工资及福利费用 28.8 亿元，占 19%；起降费用 24.2 亿元，占 18%；飞机及发动机租赁折旧费用 20.2 亿，占 15%。上述四项成本总和占比超过 80%，除了燃油成本以外，另外三项的费用在一定时间内相对固定或有稳定的预期，出现大幅波动的可能性较低，此外，燃油成本占比明显高于其他成本，因此我们认为春秋航空影响业绩表现的主要成本是燃油成本，航空煤油价格变动对春秋的盈利影响较大。

2019 年受国际油价下跌影响，国内航空煤油出厂价（含税）平均值为 4916 元/吨，相比于 2018 年的 5339 元/吨，同比减少 8.3%。公司 2019 年航油消耗量为 88 万吨，同比增加 10%，航油成本同比仅增长 4%，**估计低油价为公司额外节省超 2 亿元燃油成本。**

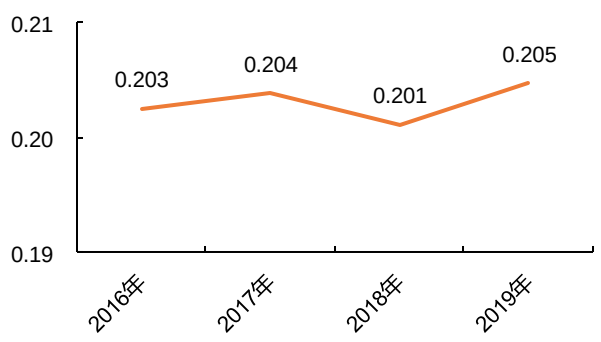
图表24 2019 年营业成本构成（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

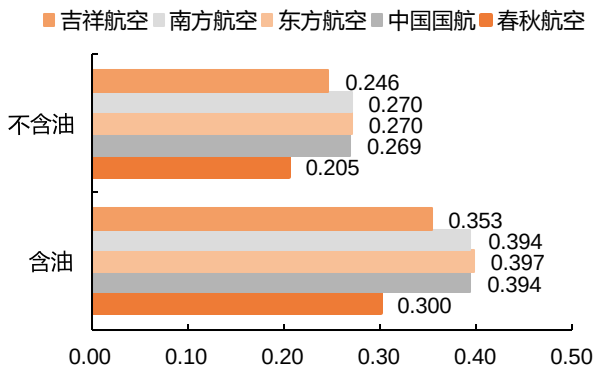
2019 年，公司座公里营业成本为 0.30 元，较去年同期下降 1.3%，剔除航油价格影响，公司座公里非油营业成本为 0.205 元，较此前三年略有上升，主要原因是 2019 年部分机场起降相关收费标准上涨以及国际航线比例增加使得单位起降费上升，其中国内机场起降相关收费标准短期内再次上调的可能性不大，对公司成本影响程度不会持续扩大。**横向对比国内主要上市航空公司，春秋航空的座公里成本优势非常明显。**

图表25 公司座公里非油成本（元/座公里）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表26 座公里营业成本对比（元/座公里）



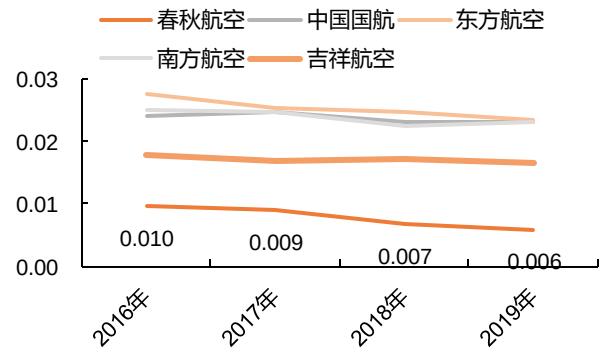
资料来源:公司公告、平安证券研究所

低销售费用。2019 年，公司销售费用为 2.61 亿元，增幅仅为 0.5%，座公里销售费用为 0.006 元，同比下降 10.4%，主要由于上线营销规模的进一步扩大以及 OTA 平台旗舰店获客性价比较高所致。

低管理费用。2019 年，公司管理费用为 1.82 亿元，降幅为 10.0%。座公里管理费用为 0.004 元，较去年同期下降 19.7%，主要由于公司进一步提升管理能力，并严格管理预算，效率有效提升。

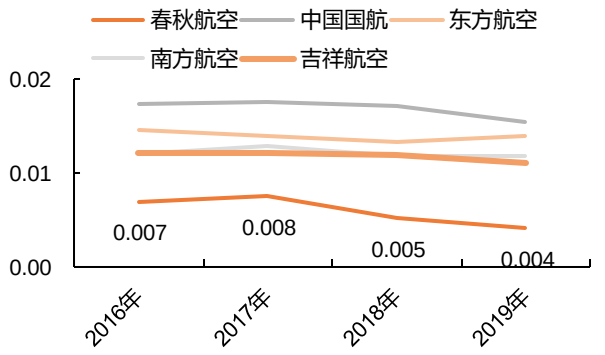
单位销售费用和管理费用已降至历年来的最低值，预期未来持续大幅下降的空间有限，但横向对比国内主要上市航空公司，其他公司与春秋航空的单位费用相差较大，**春秋能够长期保持单位费用较低优势。**

图表27 座公里销售费用对比（元/座公里）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表28 座公里管理费用对比（元/座公里）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

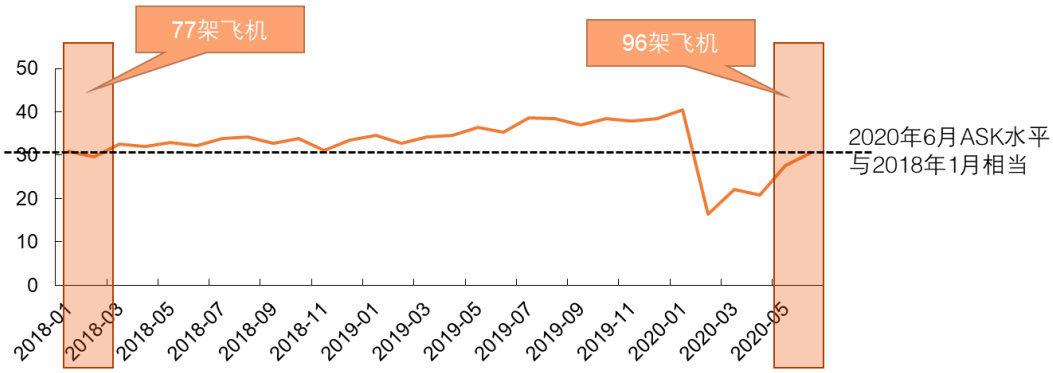
三、 疫情下运力调整迅速，业务量回升速度领跑行业

3.1 前 6 个月航空公司经营数据情况

聚焦国内航线市场，国际运力积极转至国内。由于疫情原因，2020 年夏秋航季的换季时间推迟到 5 月 3 日，5 月份起，公司利用换季时机，积极将空闲的国际航线时刻资源调整至国内航线，5-6 月累计新开国内航线 34 条，在国际航线占比较高的浦东机场和西安咸阳机场分别增开国内航线 8 条、2 条。6 月公司 ASK 较疫情爆发的 2 月份明显提升，目前已恢复至 2018 年 1 月水平。

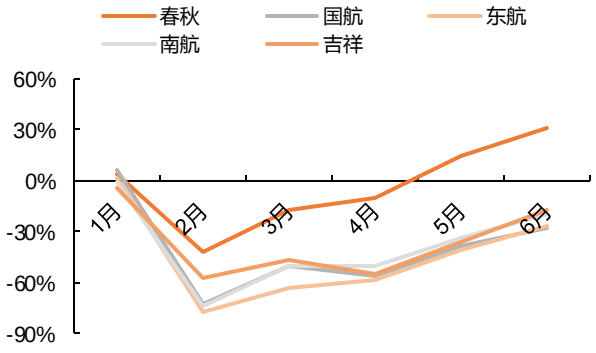
国内航线上，公司 ASK 在 5 月份即实现同比正增长，6 月同比增长 30%，预计 7-8 月份增幅水平将进一步扩大，**在运力调整方面大幅领先国内其他航空公司**。在可比上市公司中，春秋航空是疫情发生以来唯一一家实现国内航线 RPK 和客运量同比增速转正的公司。

图表29 公司6月份ASK恢复至2018年1月水平（亿座公里）



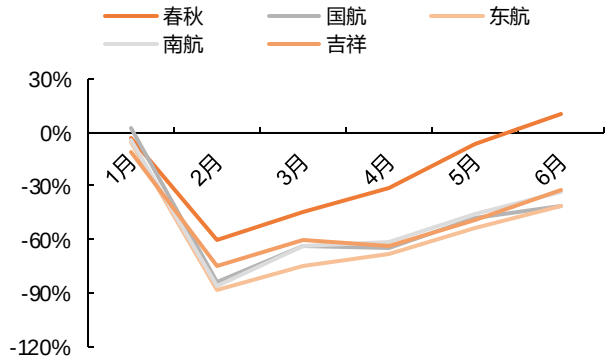
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表30 疫情期间国内航线ASK同比



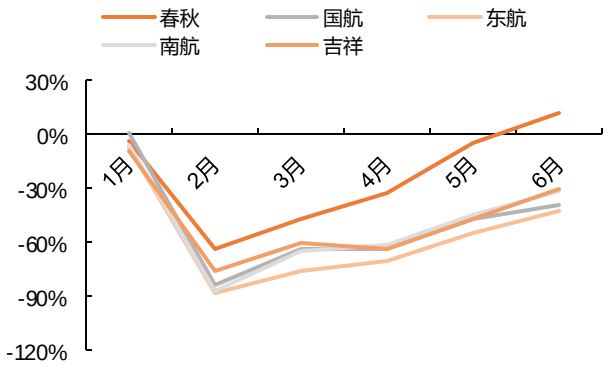
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表31 疫情期间国内航线RPK同比



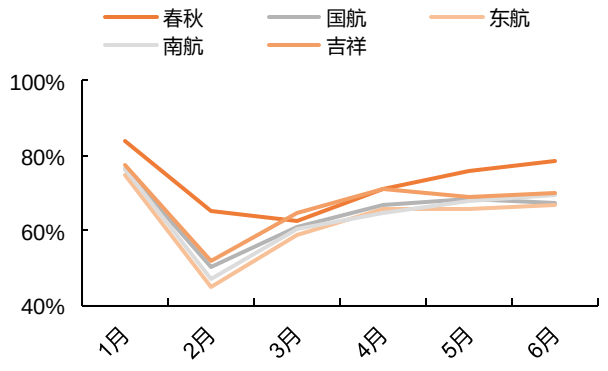
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表32 疫情期间国内航线客运量同比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表33 疫情期间国内航线客座率



资料来源:公司公告、平安证券研究所

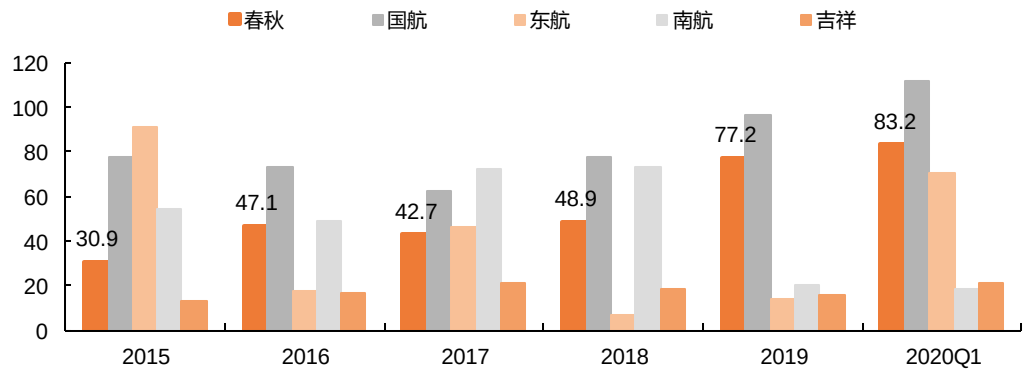
3.2 稳健的经营策略——“广积粮、高筑墙”

高现金储备、低负债率，抗风险能力强。春秋航空一直有高现金储备的经营习惯，2019 年末公司拥有货币资金 77.2 亿元，在主要上市航空公司中排名第二位，仅低于国航，2015-2019 年，公司期末货币资金占总资产的比重维持在 20%左右，明显高于其他公司。

在疫情爆发后至 6 月末，公司累计发行 12 亿元短期融资券，进一步增厚公司在手现金。2020Q1 末，公司拥有货币资金超 80 亿元，货币资金占总资产的比重达到 27.7%，处于近几年的峰值，短期借款 45 亿，一年内到期的非流动负债 23 亿，在手现金足以保障覆盖短期负债。2020Q1 公司经营现金流净额为-8.93 亿元，考虑到国内航线市场逐步恢复，公司经营现金流进一步恶化的可能性极低，加之尚有至少 200 亿元银行授信额度未使用，因此公司完全有能力应对疫情可能带来的持续亏损和流动性危机。**考虑到公司运力调整得当，在手现金充足，我们认为公司能够平稳度过疫情带来的行业低迷时期。**

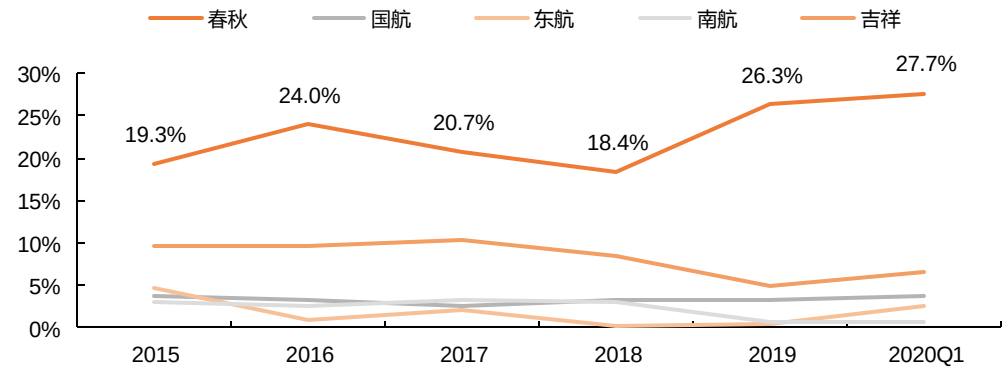
从长期发展来看，公司的资产负债率一直处于行业较低水平，连续 3 年维持在 50%左右，资产风险水平较低。**较低的资产负债率为后疫情时代公司的加速发展储备了足够的动能。**

图表34　可比上市公司期末货币资金情况（亿元）



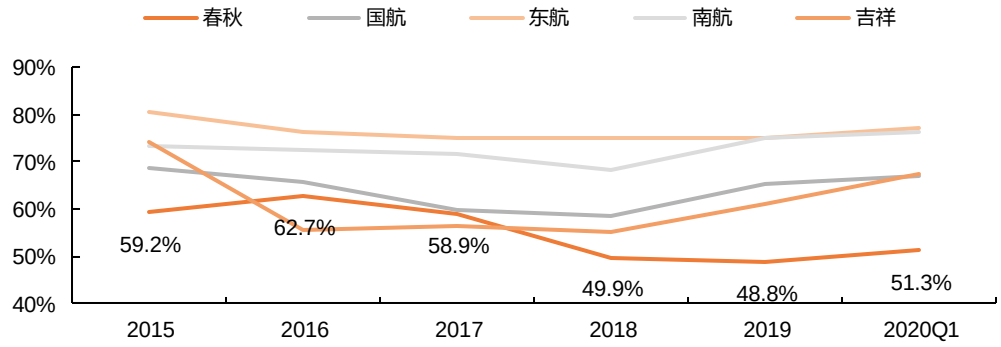
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表35　可比上市公司期末货币资金占总资产的比重



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表36 可比上市公司期末资产负债率情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

四、 投资建议

低成本市场空间足够。2018 年 11 月发布的《新时代民航强国建设行动纲要》中确定了至 2035 年我国年人均乘机次数超过 1 次的目标，即达到每年约 15 亿人次，与 2019 年 6.6 亿人次相比，增幅超过 120%，年均增速维持在 5.5%~6%的区间内。参考航空出行存在往返（2 次）的规律，在每人不重复乘机的前提下，2019 年乘机人数应该在 3.3 亿人，考虑约 30%~40%的公商务旅客在年内多次乘机的情况，推测 2019 年内坐过飞机的国人应该在 1.5 亿至 2 亿人，因此判断我国还存在大量从未坐过飞机的人群。实现未来 15 年超过 120%的增量目前看来有两种途径：1）公商务航空需求成倍增长；2）降低飞行门槛，让更多国民选择航空出行。**我们认为第二种途径应该是未来我国航空需求增长的最主要来源。**

新旧管理层交替基本完成，稳健发展前景可期。新管理层履职已满 3 年，公司仍然延续稳健发展的风格，仍然坚持低成本航空模式，同时又可以看出公司经营并非一成不变，至少在机票价格、销售渠道和机型引进三个层面较过去有明显变化，并能够取得一定成绩。此外，在应对疫情方面，公司在运力调整、现金储备等方面的表现也处于行业领先。我们认为在当前管理层治理下，公司具备稳健的发展前景。

我们预测了公司分行业营收、成本及毛利情况，同时考虑政府补贴的情况下，维持此前预测，预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 2.26 亿元、19.30 亿元、22.23 亿元，预计 EPS 分别为 0.25 元、2.11 元、2.43 元，对应 PE 分别为 162.6、19.0 和 16.5。维持“推荐”评级。

图表37 盈利预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114	14,804	10,104	17,394	20,076
YoY(%)	19.5	12.9	-31.7	72.2	15.4
净利润(百万元)	1,503	1,841	226	1,930	2,223
YoY(%)	19.1	22.5	-87.7	753.4	15.2
毛利率(%)	9.7	11.4	-2.0	12.9	13.2
净利率(%)	11.5	12.4	2.2	11.1	11.1
ROE(%)	11.3	12.2	1.5	11.5	11.8
EPS(摊薄/元)	1.64	2.01	0.25	2.11	2.43
P/E(倍)	24.5	20.0	162.6	19.0	16.5
P/B(倍)	2.8	2.4	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind、平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

五、 风险提示

1）政策风险，政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险。

2）油价、汇率等风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。

3）安全风险，安全是航空公司最重要的指标，而且对航空公司的考核具有一票否决权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面，并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关，影响航空公司发展规模。另外，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故，因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。

4）疫情风险，若疫情影响范围和时间过长，将对公司业绩产生较大影响。

5）宏观经济风险。交运的发展主要是依托整体经济环境，行业繁荣需要经济繁荣来支撑，因此当前宏观经济环境可能导致需求增长出现变化，影响公司盈利水平。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9720	7363	8497	5166
现金	7719	4992	3642	1709
应收票据及应收账款	121	45	241	90
其他应收款	498	2178	2428	2888
预付账款	1127	0	1823	281
存货	169	61	277	112
其他流动资产	87	87	87	87
非流动资产	19647	20538	21993	23066
长期投资	24	-8	-23	-40
固定资产	11546	13375	15012	16058
无形资产	66	64	62	59
其他非流动资产	8011	7106	6942	6989
资产总计	29367	27901	30490	28233
流动负债	8650	7541	9807	6940
短期借款	3457	4457	3857	3057
应付票据及应付账款	731	315	1223	546
其他流动负债	4461	2769	4727	3337
非流动负债	5676	5282	3847	2413
长期借款	4450	4057	2622	1187
其他非流动负债	1226	1226	1226	1226
负债合计	14325	12823	13654	9353
少数股东权益	3	3	2	0
股本	917	916	916	916
资本公积	4893	4887	4887	4887
留存收益	9111	9337	11074	13074
归属母公司股东权益	15039	15075	16834	18879
负债和股东权益	29367	27901	30490	28233

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3436	-166	3571	2876
净利润	1838	226	1929	2222
折旧摊销	940	822	979	1120
财务费用	110	291	267	192
投资损失	-12	29	13	13
营运资金变动	602	-1534	382	-669
其他经营现金流	-43	1	1	-2
投资活动现金流	-2280	-1742	-2448	-2205
资本支出	5342	922	1470	1090
长期投资	0	32	18	17
其他投资现金流	3062	-788	-959	-1097
筹资活动现金流	1554	-819	-2473	-2604
短期借款	762	1000	-600	-800
长期借款	-832	-394	-1435	-1435
普通股增加	-0	-0	0	0
资本公积增加	-4	-6	0	0
其他筹资现金流	1629	-1419	-439	-369
现金净增加额	2725	-2727	-1350	-1933

利润表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14804	14804	10104	17394
营业成本	13115	13115	10309	15154
营业税金及附加	17	17	11	21
营业费用	261	261	241	385
管理费用	182	182	184	299
研发费用	125	125	42	89
财务费用	110	110	291	267
资产减值损失	-4	-4	0	0
其他收益	1354	1354	1225	1294
公允价值变动收益	-16	-16	-1	-1
投资净收益	12	12	-29	-13
资产处置收益	4	4	0	0
营业利润	2311	2311	223	2458
营业外收入	97	97	80	88
营业外支出	3	3	3	2
利润总额	2404	2404	299	2543
所得税	566	566	73	614
净利润	1838	1838	226	1929
少数股东损益	-3	-3	-0	-1
归属母公司净利润	1841	226	1930	2223
EBITDA	3616	3616	1311	3755
EPS（元）	2.01	2.01	0.25	2.11

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	12.9	-31.7	72.2	15.4
营业利润(%)	20.5	-90.4	1003.9	15.9
归属于母公司净利润(%)	22.5	-87.7	753.4	15.2
获利能力				
毛利率(%)	11.4	-2.0	12.9	13.2
净利率(%)	12.4	2.2	11.1	11.1
ROE(%)	12.2	1.5	11.5	11.8
ROIC(%)	7.8	1.4	8.2	9.3
偿债能力				
资产负债率(%)	48.8	46.0	44.8	33.1
净负债比率(%)	22.4	38.2	30.2	25.3
流动比率	1.1	1.0	0.9	0.7
速动比率	1.0	1.0	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.7
应收账款周转率	121.5	121.5	121.5	121.5
应付账款周转率	19.7	19.7	19.7	19.7
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.01	0.25	2.11	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	5.89	-0.18	3.90	3.14
每股净资产(最新摊薄)	16.41	16.45	18.37	20.60
估值比率				
P/E	20.0	162.6	19.0	16.5
P/B	2.4	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.1	32.4	11.1	9.8

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。